



Investment Consulting

Kapitalmarktaussichten

Die Anlagestrategie nach der Zinswende

PPCmetrics AG

Dr. Hansruedi Scherer | Partner PPCmetrics AG

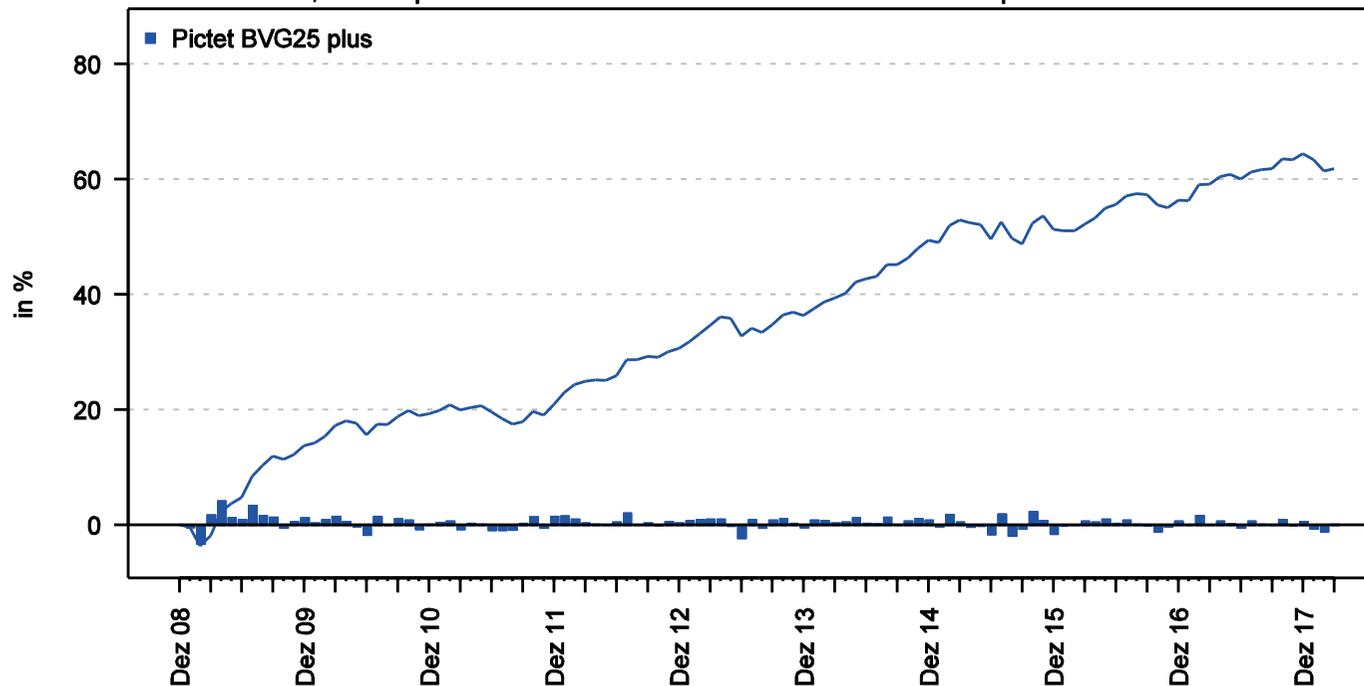
Bern, 7. Mai 2018

Erfolgreiche Anlageergebnisse... ...in den vergangenen 9 Jahren

Absolute Renditen im Zeitablauf

Linien: kumuliert; Balken: periodisch

Messperiode 01.01.2009 - 31.03.2018



5.34%
p.a.

© PPCmetrics AG

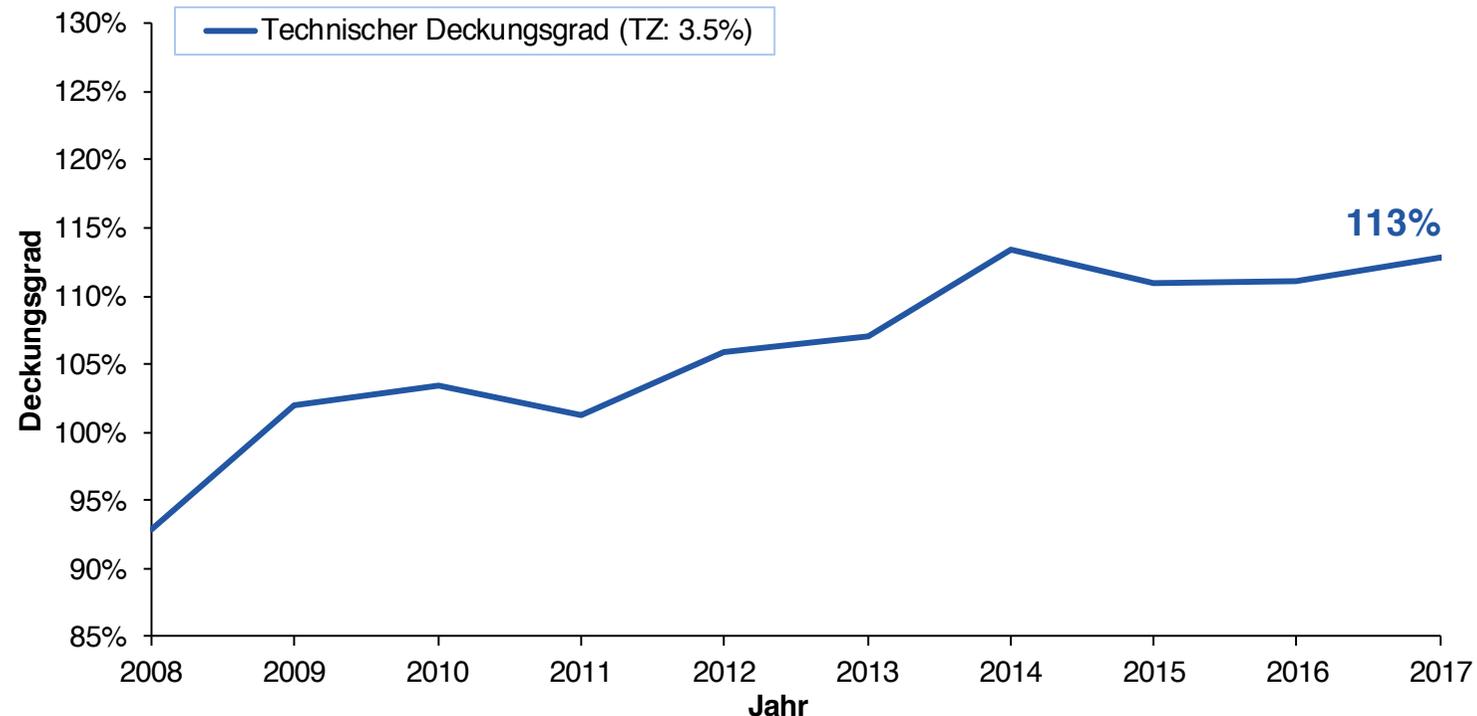
Jährliche Renditen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD 2018*
Pictet BVG25 plus	13.68%	4.86%	1.44%	8.00%	4.36%	9.63%	1.21%	3.37%	5.19%	-1.62%

* bis 31.03.2018

© PPCmetrics AG

Entwicklung Deckungsgrad Musterkasse (1)

Technischer Deckungsgrad

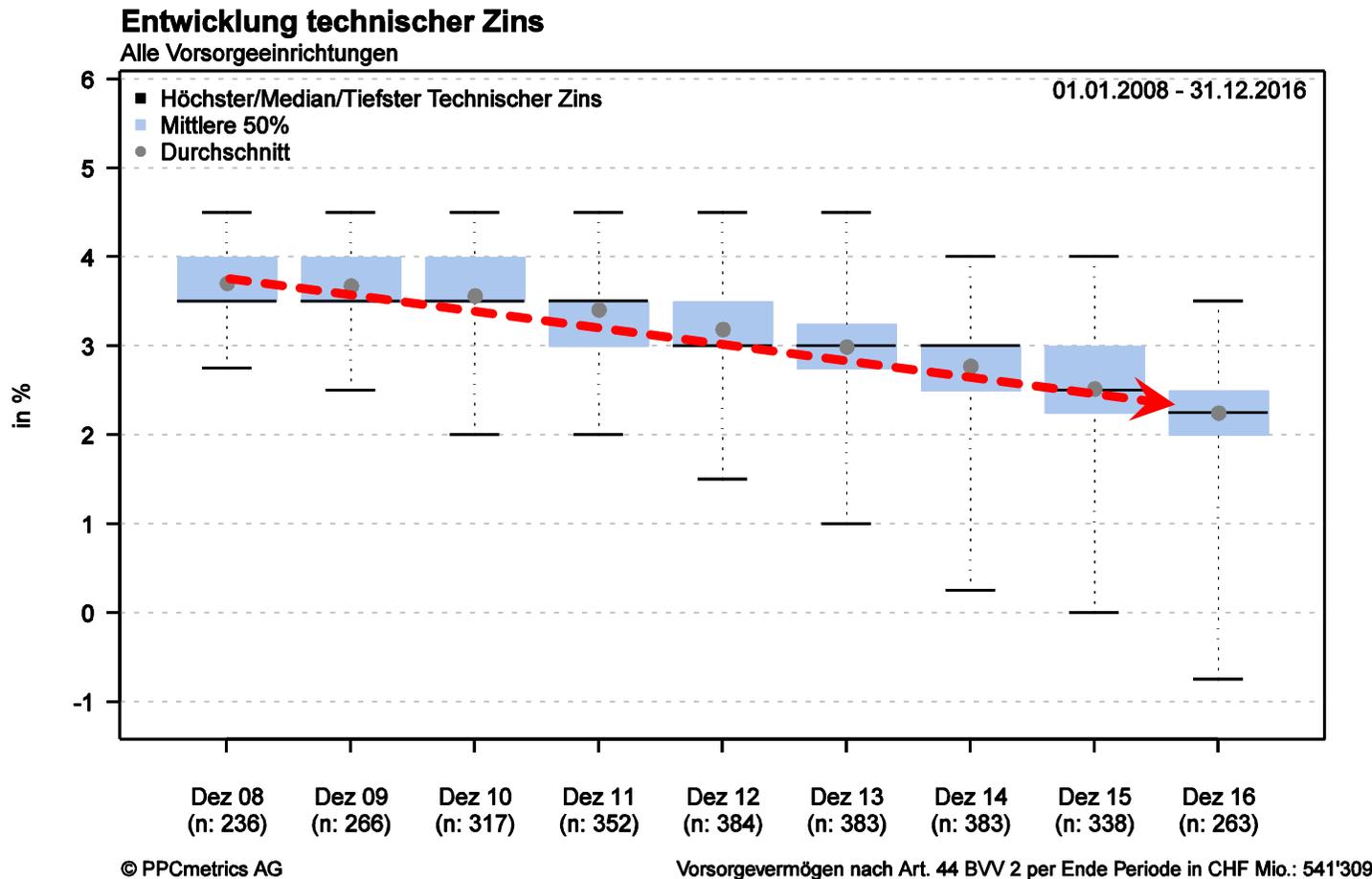


Einige Parameter der Musterkasse

- **Start DG: 92.9%** (Ø Peer Group per 31.12.2008)
- **Technischer Zinssatz: konstant 3.5%**
- 40% Rentner, 60% Aktive
- Verzinsung Sparkapitalien: jährlicher Ø Peer Group Performance analog Pictet 25plus
- **Start technischer Zins: 3.5%**

Entwicklung Technischer Zins

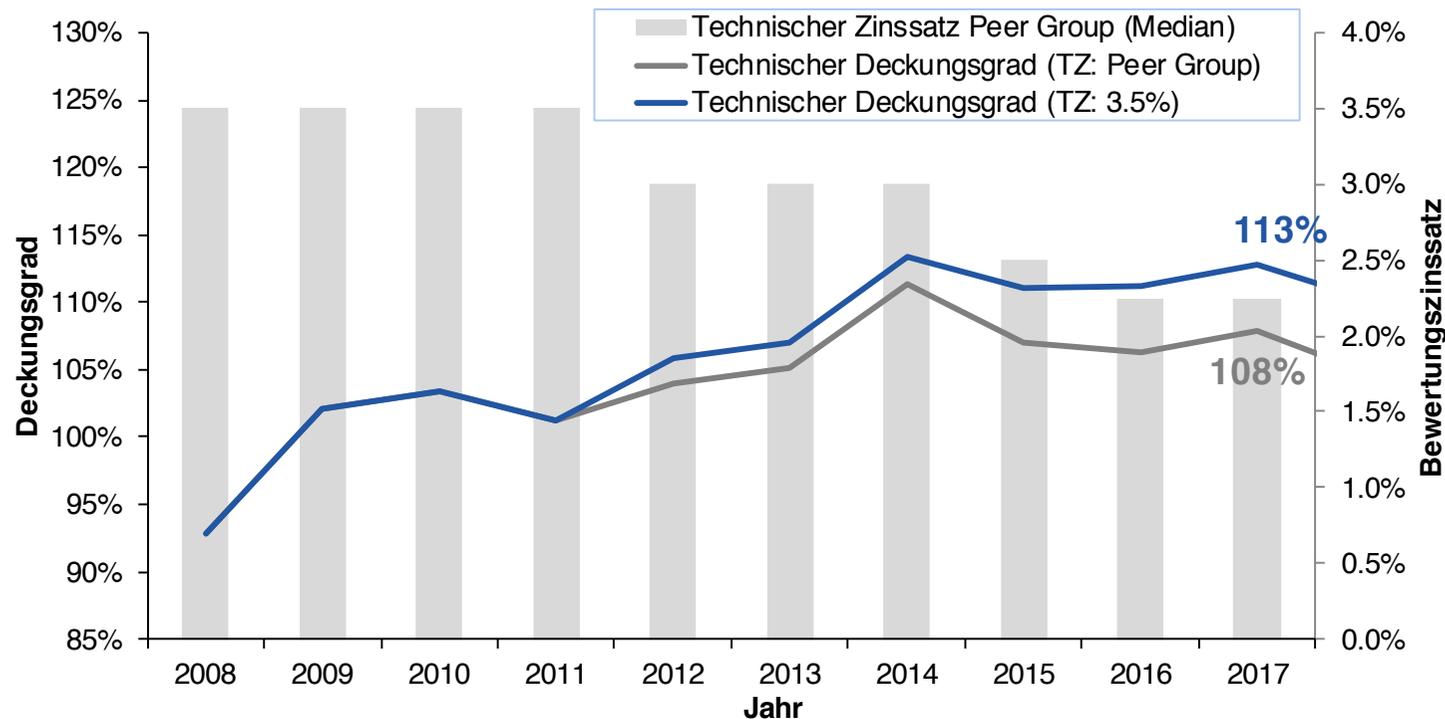
Datenbank PPCmetrics



- Der Technische Zins der Musterkasse (Median der PPCmetrics Peer Group) ist über die Zeit von 3.5% auf 2.25% gesunken.

Entwicklung Deckungsgrad Musterkasse (2)

Technischer Deckungsgrad

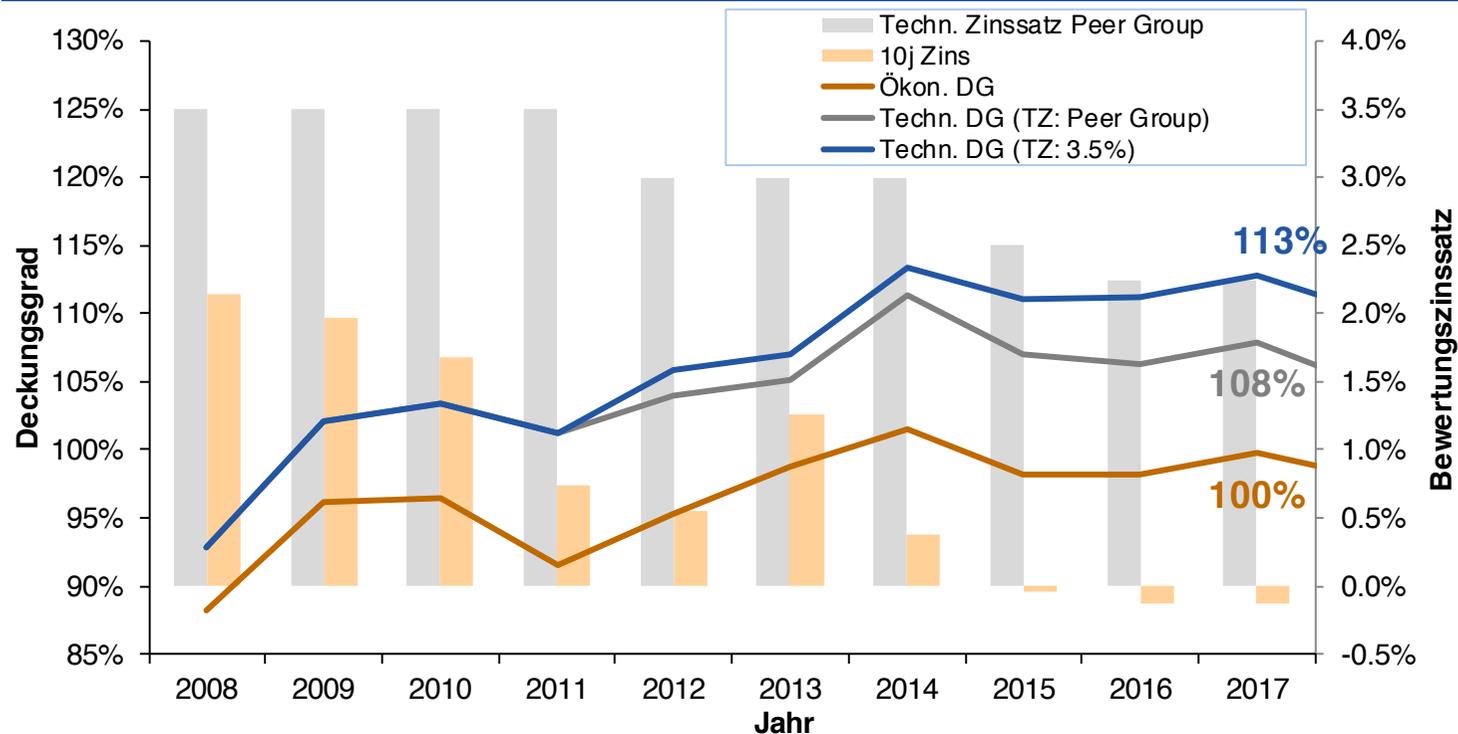


Einige Parameter der Musterkasse

- Start DG: 92.9% (Ø Peer Group per 31.12.2008)
- 40% Rentner, 60% Aktive
- **Start technischer Zins: 3.5%**
- **TZ weitere Jahre: Median Peer Group PPCmetrics**
- Verzinsung Sparkapitalien: jährlicher Ø Peer Group
- Performance analog Pictet 25plus

Entwicklung Deckungsgrad Musterkasse (3)

Technischer und ökonomischer Deckungsgrad



Einige Parameter der Musterkasse

- Start DG: 92.9% (Ø Peer Group per 31.12.2008)
- 40% Rentner, 60% Aktive
- **Bewertung DK Rentner: Marktzinsen (10j)**
- Verzinsung Sparkapitalien: jährlicher Ø Peer Group
- Performance analog Pictet 25plus

Entwicklung Deckungsgrad Musterkasse: Fazit

- Deckungsgrad-Anstieg geringer als gemäss Anlageergebnis zu erwarten gewesen wäre.
- Wertschwankungsreserven im Durchschnitt nicht voll geäufnet
 - Bedarf WSR in Finanzkrise (2007 - 2009)
 - «Pictet 25plus», Sollrendite 2.5%: 17.6% (97.5% Konfidenz)
- Empfehlungen:
 - Umsichtige Verzinsung der Sparkapitalien
 - Wertschwankungsreserven weiter äufnen

Anlageergebnisse 2009 - 2018

...ein genauer Blick

- Hohe Renditen auf Obligationen
- Überdurchschnittliche Risikoprämien gegenüber Obligationen

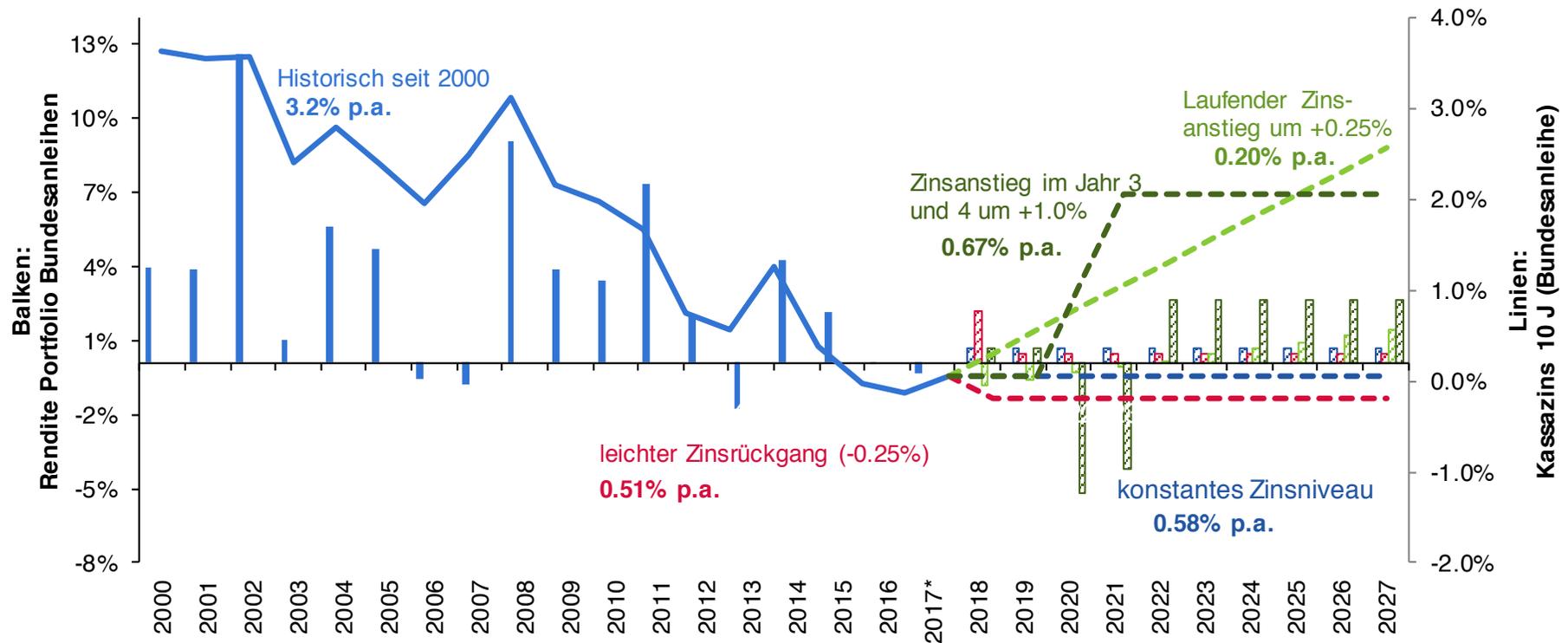
Index Zeitraum:01.01.2009 - 31.03.2018	Rendite kumuliert	Rendite annualisiert	Risikoprämie zu SBI Dom Gvt
SBI Dom Government	28.81%	2.77%	–
Pictet BVG25 Plus	61.78%	5.34%	2.57%
MSCI AC World	144.79%	10.16%	7.39%

- ▶ Was kann in den nächsten Jahren erwartet werden?
- ▶ Kommt die Zinswende?

Renditepotenzial Schweizer Staatsanleihen?

Über 0.7% p.a. über nächsten 10 Jahre unwahrscheinlich

Zinsentwicklung



Säulen (linke Skala): Rendite Portfolio Bundesanleihen

Linien (rechte Skala): Kassazins (Zinsniveau)

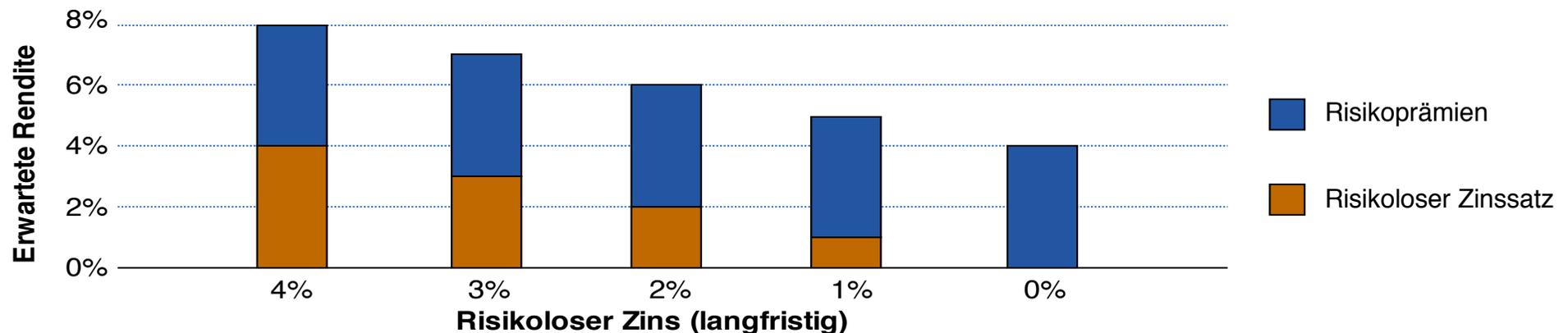
Quelle: SNB, Citigroup CBI Switzerland, Berechnungen PPCmetrics per 31.03.2018, Projektion mit Duration 7, rollierende Anlage

* Bis 31.03.2018 (annualisiert)

Renditepotenzial Aktien?

Zentrale Rolle der erwarteten Aktienrisikoprämie

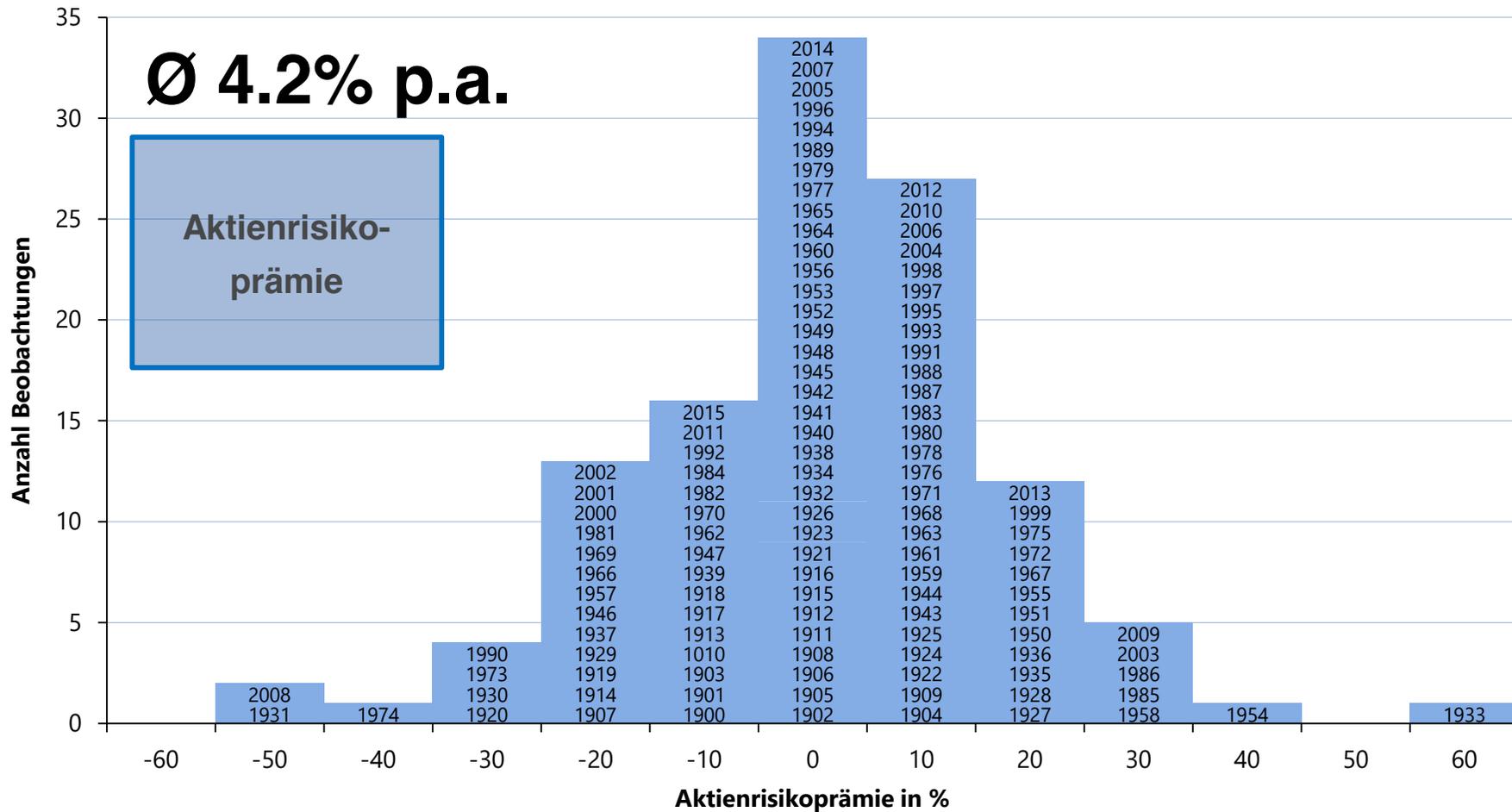
Aktienrisikoprämie: Definiert als **erwartete Mehrrendite** gegenüber einer risikolosen Anlage.



- Zentrale Rollen für Einsatz der erwarteten Risikoprämie:
 - **Strategie:** Wie viele Aktien vs. Obligationen?
 - **Taktik:** Aktien aufgrund eines positiven Signals von makroökonomischen Faktoren übergewichten?

Historische Aktienrisikoprämie

Histogramm der Aktienrisikoprämie weltweit relativ zu kurzfristigen risikolosen Anlagen (US T-Bills), 1900-2015



Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Dimson, Marsh und Staunton (2016)

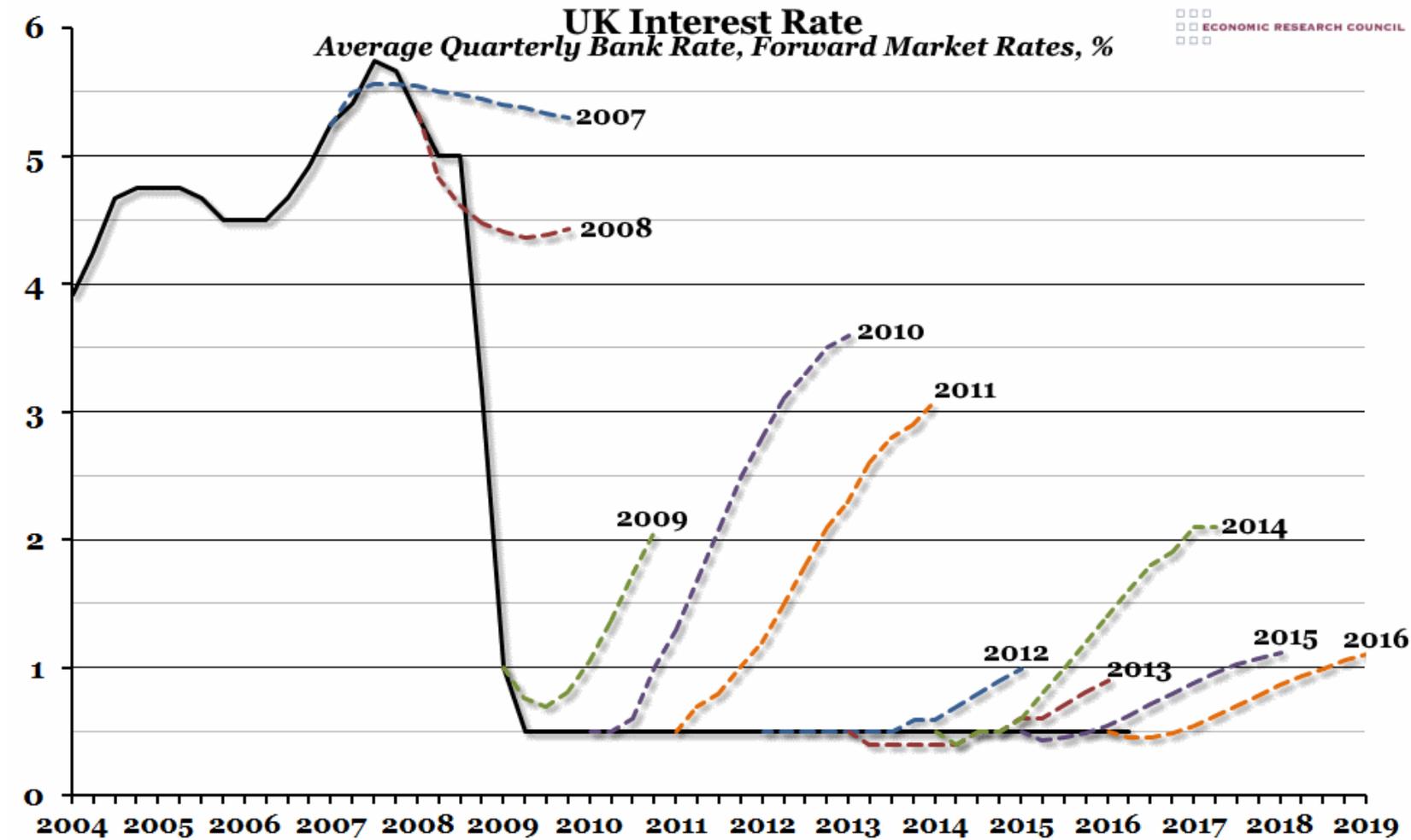
Renditeerwartungen Obligationen und Aktien

Fazit

- Renditepotenzial von Obligationen aufgrund tiefer Zinsen beschränkt
- Im langfristigen Durchschnitt kann eine Aktienrisikoprämie von ca. + 4% p.a. erwartet werden.
- Viele Marktteilnehmer betrachten diese historische Aktienrisikoprämie angesichts der starken Aktienjahr 2009 - 2017 momentan als eher optimistische Prognose.

		Erwartete Rendite (Risikoprämie Aktien: 2%)	Erwartete Rendite (Risikoprämie Aktien: 4%)	Erwartete Rendite (Risikoprämie Aktien: 6%)
Obligationen CHF	70%	0.5%	0.5%	0.5%
Aktien	30%	2.5%	4.5%	6.5%
Portfolio	100%	1.1%	1.7%	2.3%

Kommt die Zinswende? Renditeprognose ist schwierig...



Quelle: Economic Research Council

Kommt die Zinswende? Mässige Anlageresultate...

PPCmetrics Peer Group Vergleich - Kumulierte relative Renditen

Peer Group: Obligationen CHF aktiv / Messperiode 01.01.2014 - 31.03.2018

	2014	2015	2016	2017	YTD 2018	Messperiode
Höchstes Resultat	2.04%	0.98%	2.58%	2.92%	1.28%	4.11%
Obere 25%	0.04%	0.09%	0.13%	0.23%	0.17%	0.10%
Durchschnitt	-0.84%	-0.20%	-0.00%	0.13%	0.09%	-0.40%
Median	-0.29%	-0.12%	-0.03%	0.04%	0.02%	-0.26%
Untere 25%	-1.44%	-0.36%	-0.24%	-0.06%	-0.04%	-0.67%
Tiefstes Resultat	-9.94%	-2.61%	-2.44%	-0.98%	-0.53%	-13.70%
Anzahl Mandate	152	163	162	148	121	76

© PPCmetrics AG

Kommt die Zinswende?

Erkenntnisse

- Die Vergangenheit zeigte, dass **Zinsprognosen extrem schwierig** sind.
- So wurde bspw. basierend auf dem «Inflation Report» der Bank of England bereits **seit 2008** jährlich eine **Zinserhöhung erwartet**.
- In **3 der letzten 4 Jahren** wiesen die aktiven Vermögensverwalter der PPCmetrics Peer Group im Bereich Obligationen CHF eine **jährliche Minderrendite** gegenüber der Benchmark auf.
 - ▶ **Die Frage, ob in den kommenden Jahren eine Zinswende bevorsteht, ist nicht eindeutig zu beantworten.**
 - ▶ **Sofern von einer Zinswende ausgegangen wird: Gibt es alternative Anlagekategorien, welche dann zu bevorzugen sind?**

Alternative Anlagekategorien

Mögliche Gründe und Lösungen

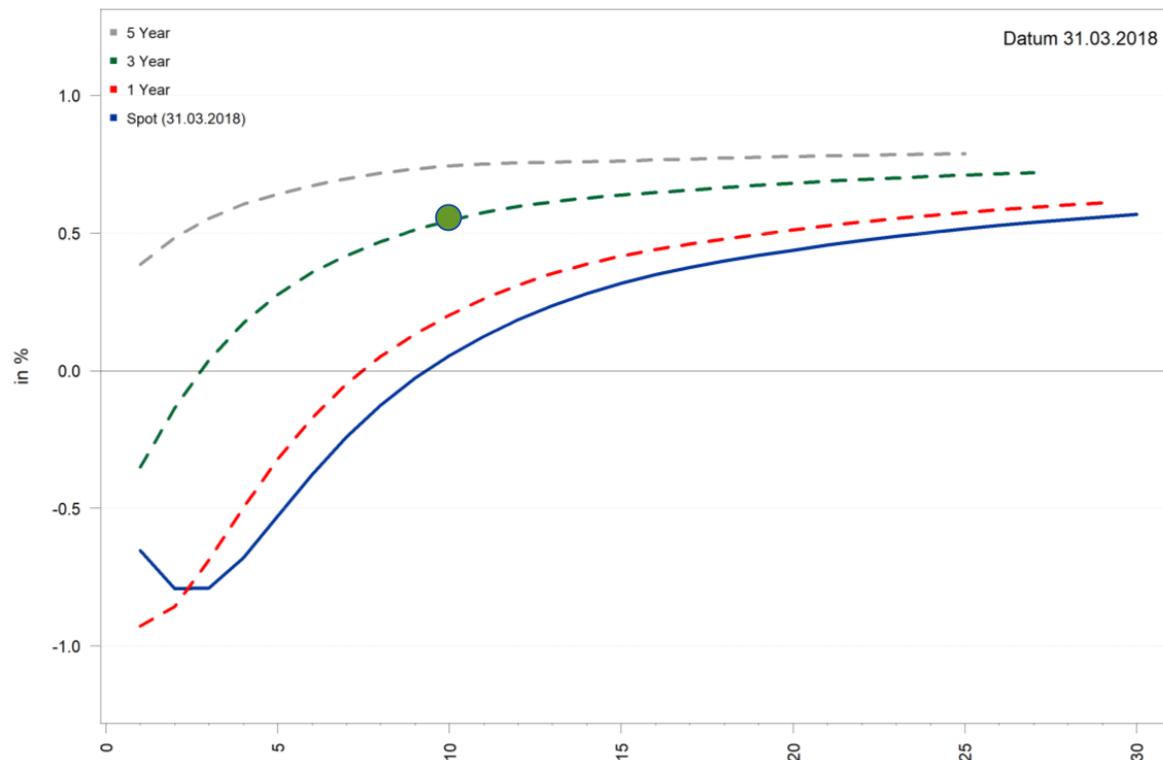
Mögliche Gründe und Lösungen für alternative Anlagekategorien bei einer erwarteten Zinswende:

- Steigende Zinsen:
 - **Höhere Rendite durch Investition in Obligationen mit variablem Coupon?**
- Tiefere Renditeerwartung im Vergleich zu den erzielten Renditen der letzten Jahre:
 - **Höhere Rendite durch Investition in illiquide Anlagen?**

Anlagen mit variablem Coupon als Lösung?

Terminzinssätze

Sind bei einer erwarteten Zinswende **Anlagen mit variablem Coupon die Lösung?**



Lesebeispiel:

Der Markt impliziert, dass die Rendite (Yield to maturity) einer 10-jährigen **Schweizer Bundesobligation** in **3 Jahren** rund **0.5%** betragen wird.

► **Der Markt impliziert bereits eine Zinserhöhung.**

Anlagen mit variablem Coupon als Lösung?

Zinswende im Asset-Only Kontext

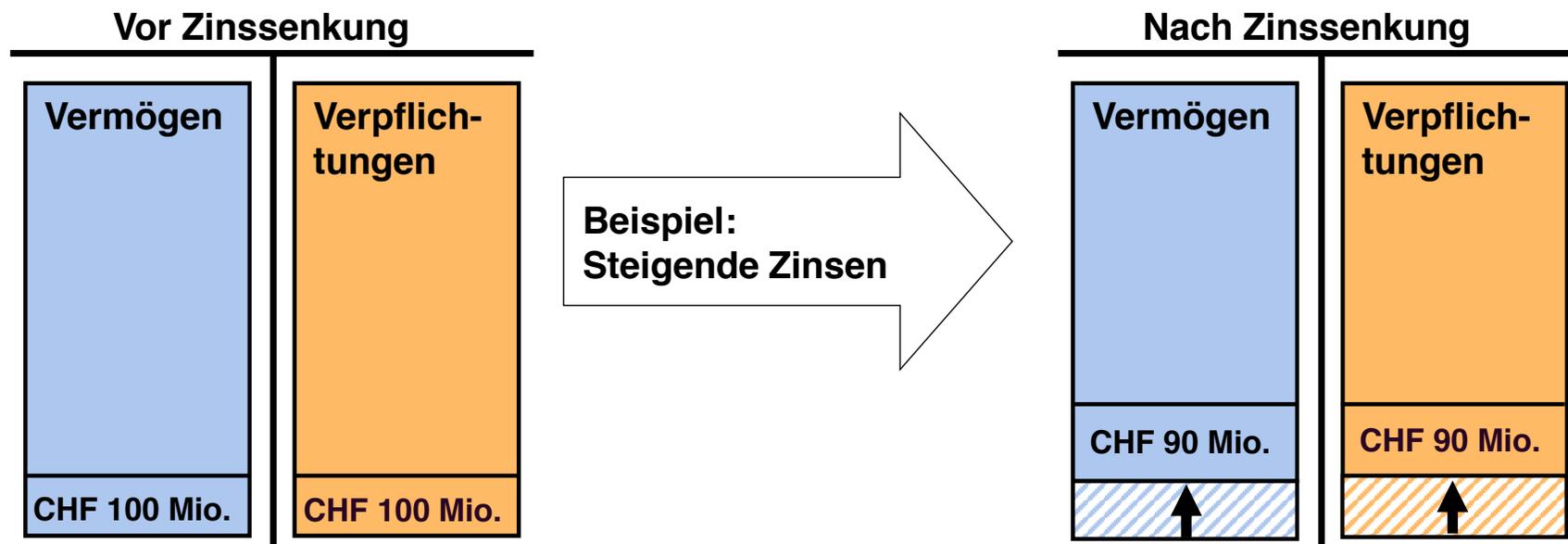
Drei Möglichkeiten betreffend zukünftiger erwarteter Zinsstruktur mit unterschiedlichen Auswirkungen auf «rollierende» Obligationen:

1. Erwartete Zinsstruktur entspricht der aktuellen Terminzinsstruktur:
Rendite langlaufender Obligationen = Rendite kurzlaufender Obligationen
 2. Die erwartete Zinsstruktur liegt unter der aktuellen Terminzinsstruktur:
Rendite langlaufender Obligationen > Rendite kurzlaufender Obligationen
 3. Die erwartete Zinsstruktur liegt über der aktuellen Terminzinsstruktur:
Rendite langlaufender Obligationen < Rendite kurzlaufender Obligationen
- ▶ **Nur sofern die erwartete Zinsstruktur über der aktuellen Terminzinsstruktur liegt, sind kurzlaufende Obligationen (bspw. Anlagen mit variablem Coupon) in einer Asset-Only Sicht zu bevorzugen!**

Variable Anleihen als Lösung?

Zinswende im Asset-Liability Kontext (1)

- Die Verpflichtungen einer Pensionskasse können als von der **Kasse emittierte Obligationen** betrachtet werden.



- Im Idealfall werden die Bewertungsveränderungen auf der Passivseite **vollständig durch das Liability-Hedging-Portfolio neutralisiert.**

Variable Anleihen als Lösung?

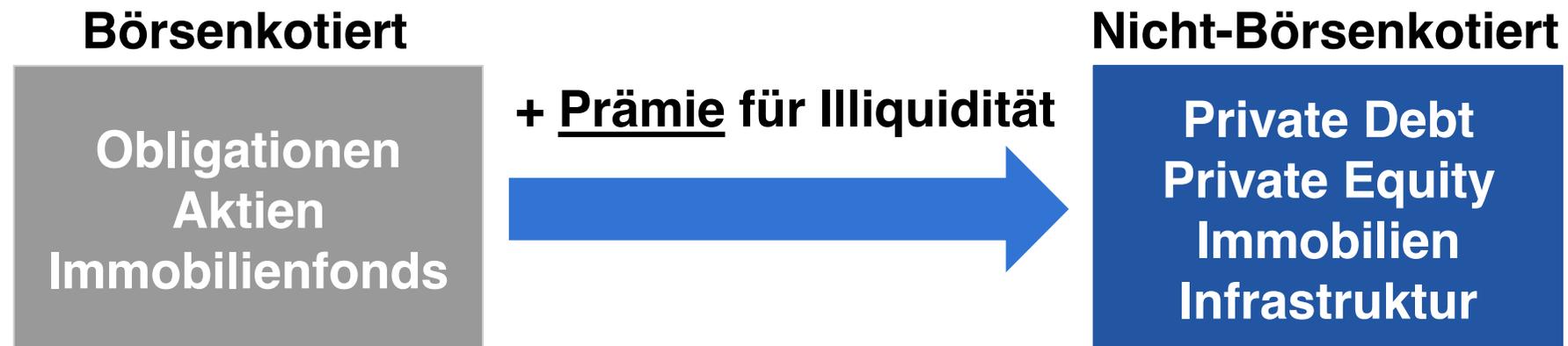
Zinswende im Asset-Liability Kontext (2)

Zweck Liability-Hedging-Portfolio:

- Die **Aufgabe** der Anlagen des Liability-Hedging-Portfolios ist die **Neutralisierung der marktbedingten Bewertungsschwankungen der Verpflichtungen**.
- Die Verpflichtungen einer Pensionskasse werden primär durch **Zinsveränderungen** beeinflusst.
- Üblicherweise ist ein **Deflationsszenario** mit tiefen Zinsen («Japan-Szenario») für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen wesentlich **problematischer als ein Inflationsszenario**.
 - Grund: Die Duration der Verpflichtungen ist üblicherweise höher als jene der Anlagen. Die Bewertungsveränderungen auf der Passivseite sind daher tendenziell höher als jene auf der Aktivseite.
 - ▶ **Die Zinswende ist üblicherweise positiv für Vorsorgeeinrichtungen** (trotz Verlusten auf den Obligationen).

Erhöhung des Anteils an illiquiden Anlagen?

- Definition: Anlagen, welche nicht oft gehandelt werden und nicht zeitnah ohne grossen Preisabschlag verkauft werden können.
- Wieso soll ein Anleger investieren?
 - **Zusatzrendite** → «Illiquiditätsprämie»
 - Höhe abhängig von Nachfrage und Bereitschaft, Illiquidität zu tragen



Erhöhung des Anteils an illiquiden Anlagen?

Was gilt es zu beachten?

- **Beobachtete Preise** entsprechen nicht den aktuellen Marktpreisen, d.h., sie sind «**nicht aussagekräftig**» (Jorion (2010)).
- Illiquidität führt dazu, dass Risikomasse, wie bspw. die **Volatilität**, mit historischen Daten **zu tief geschätzt** werden (Jorion (2010)).
- Erhöhung des Anteils illiquider Anlagen **reduziert** die **anlagepolitische Flexibilität** (strategisch und taktisch).
- **Auseinandersetzung mit den Risiken** und **professionelle Due Diligence** (ökonomisch, operationell, rechtlich) notwendig.

Fazit (1)

- **Deckungsgrad-Anstieg** war in der Vergangenheit **geringer** als gemäss Anlageergebnis zu erwarten gewesen wäre.
- ▶ **Was bringt die Zukunft?**
 - Das **Renditepotenzial von Obligationen** ist aufgrund der tiefen Zinsen **beschränkt**.
 - Im langfristigen Durchschnitt kann eine **Aktienrisikoprämie** von **ca. + 4% p.a.** erwartet werden.
- ▶ **Kommt die Zinswende?**
 - Die Vergangenheit zeigte, dass **Zinsprognosen extrem schwierig** sind.
 - Die Frage, ob in den kommenden Jahren eine Zinswende bevorsteht, ist **nicht eindeutig zu beantworten**.

Fazit (2)

▶ Sind Anlagen mit variablem Coupon bei einer erwarteten Zinswende die Lösung?

- Nur sofern die **erwartete Zinsstruktur über der aktuellen Terminzinsstruktur** liegt, sind variable Obligationen in einer **Asset-Only Sicht** zu bevorzugen!
- In einer **Asset-Liability Sicht** ist üblicherweise jedoch ein Szenario mit **tiefen Zinsen** für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen wesentlich **problematischer** als ein Szenario mit steigenden Zinsen.

▶ Erhöhung des Anteils an illiquiden Anlagen?

- **Zusatzrendite** («Illiquiditätsprämie») darf erwartet werden.
- Aber ein erfolgreicher Einsatz von illiquiden Anlagen verlangt:
 - Auseinandersetzung mit den **Risiken** und professionelle **Due Diligence**
 - Sicherstellung der **anlagepolitischen Flexibilität**

Kontakt



Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
Telefax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmmetrics.ch

Social Media 

PPCmetrics (www.ppcmmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.